

Por qué la renta variable no estadounidense puede volver a encabezar el mercado

Autor



Robert M. Almeida
Gestor de carteras y
estratega de inversión global

En resumen

- «Correlación» no es lo mismo que «causalidad».
- La liquidez no aumenta.
- La volatilidad representa los cambios de hipótesis en el mercado.

Dos argumentos que he escuchado en contra de la opinión de que la renta variable no estadounidense podría superar a la estadounidense en los próximos años son, en primer lugar, la excepcional situación económica de Estados Unidos y, en segundo lugar, las abrumadoras entradas de capitales en estrategias de inversión pasiva en el gigante americano. Aunque me parece que el primero es sostenible, el segundo no. Y, lo que es más importante, puede que los inversores estén dando mayor importancia a los factores técnicos que a los fundamentales.

«Correlación» no es lo mismo que «causalidad»

Estados Unidos supera al resto del mercado. En mi reciente artículo «Un nuevo ciclo del capital impulsa la excepcional situación de Estados Unidos», destacué el inicio de un aumento de la inversión en activo fijo material en Estados Unidos que debería haberse producido hace ya tiempo. Este gasto está impulsando la actividad económica, la velocidad del dinero y las presiones en los precios en un momento en el que numerosos mercados desarrollados se enfrentan a unas perspectivas de crecimiento endebles.

Por tanto, si bien estoy de acuerdo en que las perspectivas de crecimiento de los mercados desarrollados pueden ser inferiores a las de Estados Unidos, reviste cierta pertinencia reconocer que el producto interior bruto y la rentabilidad de los mercados bursátiles representan cosas distintas. El PIB es un flujo. Mide cuánto capital se ha asignado en el pasado y a qué, no la riqueza de los accionistas. Aunque el PIB es importante y su evolución suele correlacionarse positivamente con las rentabilidades de las acciones, «correlación» no es lo mismo que «causalidad». Por ejemplo, los inversores que han perseguido los valores de los mercados emergentes durante los últimos veinte años (por su crecimiento económico superior en comparación con el de los mercados desarrollados) han aprendido la lección por las malas.

De hecho, los precios de la renta variable representan el valor presente de una estimación de beneficios futuros (con independencia de la región geográfica en la que se obtengan) ponderada por la probabilidad más el valor de liquidación de activos como el inmovilizado material y la propiedad intelectual. Por ende, lo que afecta a la rentabilidad de las acciones es la valoración, o cuánto paga un inversor por un derecho sobre los beneficios futuros, una cuestión a la que volveré en breve.



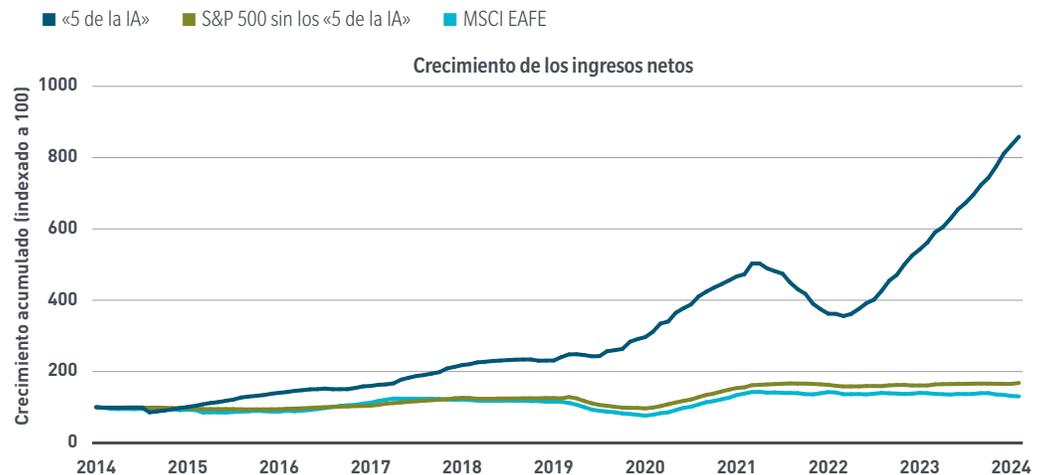
La liquidez no aumenta

Internet 2.0 nació a principios de la década de 2000 como una tecnología que evolucionaba de simples sitios web con una interacción limitada a aplicaciones cada vez más dinámicas impulsadas por avances en el software y la computación en la nube. Al igual que en otros periodos históricos de innovación, el botín económico se lo llevó un pequeño grupo de empresas que acumularon enormes beneficios. En la segunda mitad de la década de 2010, los efectos de red que crearon esas empresas impulsaron una dinámica en la que «el ganador se lo lleva todo» que dio a luz a un nuevo periodo de concentración de los beneficios en Estados Unidos y también en los índices de referencia.

E irrumpió en la escena la inteligencia artificial. Como en ocasiones anteriores, las expectativas de los inversores de concentración de los beneficios se dispararon (como se puede ver en el gráfico 1 a continuación).

¿Es esto importante en el contexto de por qué las acciones no estadounidenses pueden rendir mejor que las estadounidenses? Pues sí y, en mi opinión, mucho.

Gráfico 1: Crecimiento acumulado de los beneficios en la última década para los «5 de la IA», el S&P sin los «5 de la IA» y el MSCI EAFE



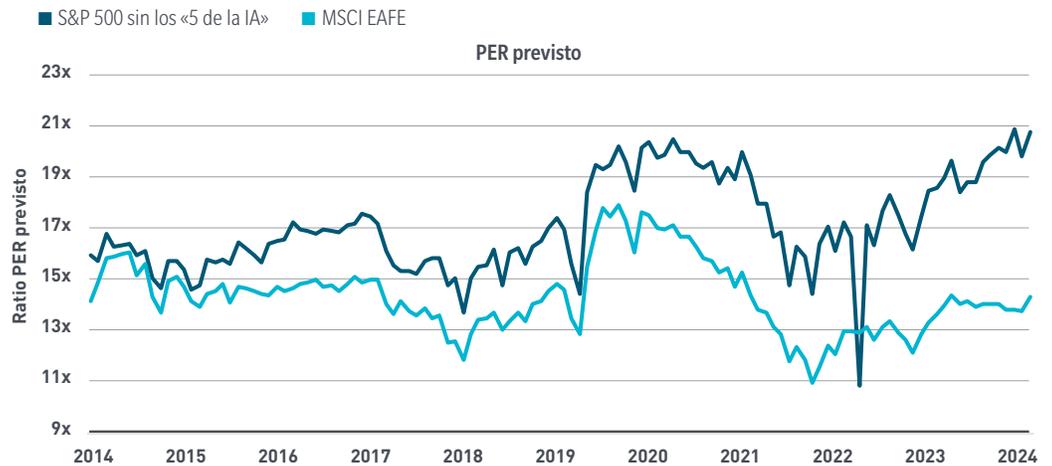
Fuente: FactSet Portfolio Analysis. Datos mensuales del 31 de diciembre de 2014 al 31 de enero de 2025. Los «5 de la IA» («5 de la inteligencia artificial») son Alphabet, Amazon, Meta, Microsoft y NVIDIA. El S&P 500 sin los «5 de la IA» es el S&P 500 excluidos los valores de los «5 de la IA». Los ingresos netos corresponden a los últimos 12 meses.

La información que se recoge anteriormente, así como las empresas y/o los valores individuales que se mencionan no deben interpretarse como asesoramiento de inversión, como recomendaciones de compra o venta ni como indicación de intención de negociación en nombre de cualquier producto de inversión de MFS®.

La línea verde representa el crecimiento de los ingresos netos de los valores del S&P 500 dejando de lado los «5 de la IA», y la línea azul claro representa el MSCI EAFE. Aunque Estados Unidos superó al MSCI EAFE, existe una amplia diferencia de valoración (como se observa en el gráfico 2 más adelante). Creo que uno de los motivos de esto es que la liquidez no aumenta.



Gráfico 2: La falta de liquidez contribuye a impulsar la diferencia de valoración entre los valores estadounidenses y los no estadounidenses



Fuente: FactSet, FactSet Portfolio Analysis. Datos mensuales del 31 de diciembre de 2014 al 31 de enero de 2025. Los «5 de la IA» («5 de la inteligencia artificial») son Alphabet, Amazon, Meta, Microsoft y NVIDIA. El S&P 500 sin los «5 de la IA» es el S&P 500 excluidos los valores de los «5 de la IA». El ratio precio-beneficios (PER) previsto es a 12 meses vista. El PER se calcula como la media armónica ponderada del S&P 500 sin los «5 de la IA».

La información que se recoge anteriormente, así como las empresas y/o los valores individuales que se mencionan no deben interpretarse como asesoramiento de inversión, como recomendaciones de compra o venta ni como indicación de intención de negociación en nombre de cualquier producto de inversión de MFS.

Mientras que cada dólar marginal que entra en el mercado de renta variable a través de vehículos pasivos apenas tiene efecto en los valores de gran liquidez, en especial los de megacapitalización, no sucede lo mismo con los valores menos líquidos del «S&P 495», lo que se ha traducido en una mayor elasticidad de los precios porque la demanda ha sido colosal.

Como aprendimos en «Introducción a la Economía», cuando la demanda supera a la oferta, el mecanismo de ajuste son unos precios más elevados. Las familias experimentaron esta situación con el papel higiénico y otros productos durante los primeros meses del confinamiento por el coronavirus. Algo parecido sucedió con estas acciones, ya que sus perfiles de liquidez se vieron sobrepasados por el exceso de demanda de los vehículos pasivos.

De aquí surge una pregunta: ¿qué detendrá o revertirá el flujo de capitales hacia los vehículos pasivos estadounidenses? La historia ha demostrado que la respuesta es un cambio en las expectativas de rentabilidad de las empresas de gran capitalización del índice.

La volatilidad representa los cambios de hipótesis en el mercado

A diferencia de lo que sucedió con la llegada de Internet 2.0, cuando los efectos de red desviaron el grueso de los beneficios a un puñado de empresas, el lanzamiento de DeepSeek ha puesto de manifiesto que los modelos fundacionales están más cerca de los productores de productos básicos que de los oligopolios con economías de escala. El riesgo al que se enfrentan el S&P 500 y, más específicamente, los valores de los «5 de la IA» radica en que el mercado se dé cuenta de esto y corrija sus cotizaciones en consecuencia.



Al mismo tiempo, a lo largo de la historia, la tecnología ha sido un factor principalmente deflacionista, puesto que ha solucionado problemas y ha provocado un cambio en qué sectores han capturado el valor económico. Por ejemplo, cuando se generalizó el uso de la imprenta, facilitó la difusión de información a gran escala. El valor económico pasó de los laboriosos documentos manuscritos a nuevos y grandes mercados objetivo, como los de los libros producidos en masa, los periódicos y muchos otros. Sin lugar a dudas, en los últimos 30 años, Internet ha provocado un nuevo cambio en el destino del valor económico.

Es un factor importante al tener en cuenta la IA, porque, se convierta en un producto básico o no, soluciona el problema de la creación y la corrección, y puede desviar gigantescas cestas de beneficios. Esto probablemente tendrá enormes implicaciones para la futura rentabilidad de los valores de las empresas que cedan cuota de beneficios y de las que la ganen. Del lado de los ganadores, ya apreciamos indicios de ello en un grupo de compañías de software y proveedores de soluciones, como los que ofrecen bases de datos y aplicaciones. Las empresas que atraen la atención del mercado son las que ofrecen funciones de la IA que mejoran los flujos de trabajo de los clientes, aumentan la integración de procesos entre empresas, y amplían y mejoran la experiencia de los usuarios.

Conclusión

Al igual que en otros periodos históricos, es probable que tan solo unos pocos líderes del mercado se repartan la mayor parte de los beneficios. El mercado de renta variable ha asignado resultados oligopolistas, por no decir monopolistas, a unos pocos. Y eso ha sucedido a pesar de las perspectivas de menores beneficios y del temor de que los modelos fundacionales sean más parecidos que diferentes. Por tanto, los sectores beneficiados en prima instancia por la tecnología, pronto se ven perjudicados por ella, lo que puede provocar un cambio drástico en los mercados financieros si las hipótesis empleadas resultan ser falsas.

Cuando el mercado empiece a descontar el futuro que he descrito, quizá asistamos a flujos de rentabilidades muy diferentes de los de los últimos 10 años, en los que las estrategias pasivas cederán el liderazgo de rentabilidad a los gestores infraponderados en los valores que perderán su condición de oligopolio.

La segunda consecuencia de ello podría radicar en la habitual rotación por parte de los inversores hacia estrategias que, a lo largo de la historia, han salido mejor paradas de esta transición, lo que se traducirá en una cesión de cuota de los gestores pasivos a los activos. En mi opinión, esto conllevará que los vehículos pasivos con políticas de contratación sistemáticas ejercerán una presión bajista sobre los precios de los valores menos líquidos del índice de referencia, lo que invertirá la situación vivida durante el alza. Esto debería equilibrar la disparidad de valoración explicada anteriormente y contribuir a impulsar una rentabilidad superior de la renta variable no estadounidense. ▲

«Standard & Poor's®» y S&P «S&P®» son marcas registradas de Standard & Poor's Financial Services LLC («S&P») y Dow Jones es una marca registrada de Dow Jones Trademark Holdings LLC («Dow Jones»); S&P Dow Jones Indices LLC cuenta con la debida licencia para la utilización de estas marcas registradas, y MFS dispone de la adecuada sublicencia para determinados fines. El índice S&P 500® es un producto de S&P Dow Jones Indices LLC, y MFS cuenta con la debida licencia para su utilización. Ni S&P Dow Jones Indices LLC, ni Dow Jones, ni S&P ni sus respectivas entidades afiliadas patrocinan, avalan, venden o promocionan los productos de MFS. S&P Dow Jones Indices LLC, Dow Jones, S&P y sus respectivas entidades afiliadas tampoco ofrecen garantía alguna respecto de la conveniencia de invertir en tales productos.

Fuente de los datos de índices: MSCI. MSCI no ofrece garantía o declaración alguna, ni expresa ni implícita, y no asumirá responsabilidad alguna en relación con cualesquiera datos de MSCI incluidos en el presente documento. Los datos de MSCI no pueden redistribuirse ni emplearse como base para otros índices, ni para ningún valor o producto financiero. MSCI no ha aprobado, revisado ni elaborado el presente informe. No se puede invertir directamente en un índice.

Las opiniones expresadas pertenecen al autor o autores y pueden variar en cualquier momento. Dichas opiniones se ofrecen exclusivamente a título informativo y no deberán considerarse una recomendación para comprar ningún título ni una incitación o asesoramiento de inversión. Las previsiones no están garantizadas. Las rentabilidades pasadas no garantizan los resultados futuros.

DIVULGACIÓN PÚBLICA

A no ser que se indique lo contrario, los logotipos y los nombres de productos y servicios son marcas comerciales de MFS® y sus filiales, y pueden estar registrados en determinados países.

Distribuido por: **EE. UU.** – MFS Investment Management; **América Latina** – MFS International Ltd.

Se ruega tener en cuenta que, en Europa y Asia-Pacífico, este documento está destinado exclusivamente para su distribución a profesionales de la inversión y el uso por parte de clientes institucionales. En Canadá, este documento está destinado exclusivamente para su distribución a clientes institucionales. En Catar, este documento se dirige estrictamente a inversores sofisticados y personas con un elevado patrimonio.

Nota a los lectores de Canadá: Publicado en Canadá por MFS Investment Management Canada Limited. **Nota para los lectores del Reino Unido y Suiza:** Publicado en el Reino Unido y Suiza por MFS International (U.K.) Limited («MIL UK»), sociedad de responsabilidad limitada inscrita en Inglaterra y Gales con el número 03062718, cuyo negocio de inversión está autorizado y supervisado en el Reino Unido por la Autoridad de Conducta Financiera (FCA). MIL UK, filial indirecta de MFS®, tiene su domicilio social en One Carter Lane, Londres, EC4V 5ER. **Nota para los lectores europeos (con la excepción del Reino Unido y Suiza):** Publicado en Europa por MFS Investment Management (Lux) S.à r.l. (MFS Lux), sociedad autorizada en virtud de la legislación luxemburguesa como sociedad gestora de fondos domiciliados en Luxemburgo. La sociedad ofrece productos y servicios de inversión a inversores institucionales y tiene su domicilio social como sociedad limitada en 4 Rue Albert Borschette, Luxemburgo L-1246. Tel.: 352 2826 12800. Este material no debe ser transmitido o distribuido a personas que no sean inversores profesionales (según lo autoricen las normativas locales) y no debe considerarse fiable ni distribuirse a personas cuando dicha consideración o distribución contravengan la normativa local. **Singapur** – MFS International Singapore Pte. Ltd. (CRN 201228809M); **Australia/Nueva Zelanda** – MFS International Australia Pty Ltd («MFS Australia») (ABN 68 607 579 537) posee una licencia de servicios financieros de Australia (número 485343). MFS Australia está regulada por la Comisión de Valores e Inversiones de Australia; **Hong Kong** – MFS International (Hong Kong) Limited («MIL HK»), una sociedad de responsabilidad limitada autorizada y regulada por la Comisión de Valores y Futuros de Hong Kong (la «SFC»). MIL HK está autorizada para realizar operaciones con valores y actividades reguladas de gestión de activos y puede ofrecer determinados servicios de inversión a «inversores profesionales», según se definen en la Ordenanza de Valores y Futuros («SFO»). **Para inversores profesionales en China** – MFS Financial Management Consulting (Shanghai) Co., Ltd. 2801-12, 28th Floor, 100 Century Avenue, Shanghai World Financial Center, Shanghai Pilot Free Trade Zone, 200120, China, una sociedad de responsabilidad limitada china registrada para ofrecer servicios de asesoramiento de gestión financiera. **Japón** – MFS Investment Management K.K. está registrada como Operador de Negocios de Instrumentos Financieros ante el Kanto Local Finance Bureau (FIBO) con el n.º 312, miembro de la Investment Trust Association y de la Investment Advisers Association, Japón. Dado que las comisiones a cargo de los inversores varían en función de circunstancias tales como los productos, los servicios, el periodo de inversión y las condiciones del mercado, el importe total y los métodos de cálculo no pueden revelarse por adelantado. Todas las inversiones implican riesgos, incluidas las fluctuaciones del mercado, y los inversores pueden perder el capital invertido. Los inversores deben obtener y leer cuidadosamente el folleto y/o el documento establecido en el artículo 37-3 de la Ley de Instrumentos Financieros y Bolsas de Valores antes de realizar cualquier inversión. ; **Para los lectores de Arabia Saudí, Kuwait, Omán y EAU (con la excepción del Centro Financiero Internacional de Dubái (DIFC) y el Centro Financiero Internacional de Abu Dabi (ADGM)). En Catar, esta información se dirige estrictamente a inversores sofisticados y personas con elevados patrimonios. En Baréin, dicha información se dirige en exclusiva a instituciones sofisticadas: La información contenida en este documento se dirige estrictamente a inversores profesionales.** La información contenida en el presente documento no constituye una oferta, invitación o propuesta de oferta, recomendación de solicitud u opinión u orientación sobre un producto, servicio y/o estrategia financiera, y debe interpretarse como tales. Aunque se ha puesto el máximo esmero a la hora de garantizar la exactitud de la información contenida en el presente documento, no se asume responsabilidad alguna por los errores, las equivocaciones o las omisiones que pudiera contener, ni por las medidas que se adopten sobre la base de dicha información. Solo podrá reproducir, difundir y utilizar este documento (o cualquier parte de él) con el consentimiento de MFS International U.K. Ltd (en adelante «MIL UK»). La información incluida en el presente documento se ofrece exclusivamente con fines informativos. No está destinada al público en general, y no debe ser distribuirse al público general ni ser utilizada por este. La información contenida en el presente documento puede contener afirmaciones que no revisten un carácter puramente histórico, sino que son «afirmaciones con vistas a futuro». Se trata, entre otras cosas, de proyecciones, previsiones o estimaciones de ingresos. Estas declaraciones prospectivas se fundamentan en determinados supuestos, algunos de los cuales se describen en otros documentos o materiales pertinentes. Si no entiende el contenido de este documento, deberá consultar a un asesor financiero autorizado. Tenga en cuenta que cualquier material enviado por el distribuidor (MIL UK) ha sido enviado electrónicamente desde el extranjero. **Sudáfrica:** el presente documento y la información en él contenida no constituyen ni pretenden constituir una oferta pública de valores en Sudáfrica, por lo que no deberán interpretarse como tal. El presente documento no está concebido para su distribución generalizada al público en Sudáfrica. Este documento no ha recibido la aprobación de la Financial Sector Conduct Authority ni MFS International (U.K.) Limited ni sus fondos están registrados para la venta pública en Sudáfrica.